

Держфінпослуг «Про затвердження методичних рекомендацій щодо загальних підходів до застосування страховиками стрес-тестів».

### Бібліографія

1. Приходько В. С. **Бухгалтерський облік страхової діяльності**: Навч. посіб.- 2.вид. - К. : Лібра, 2002. — 216с.
2. Охріменко О.О. **Страховий захист: менеджмент, маркетинг, економіка безпеки (туристичне підприємництво)**: Навч. посіб. – К.: Міжнародна агенція “BeeZone”, 2005. – 416 с.
3. **Розпорядження Державної Комісії з регулювання ринків фінансових послуг України „Про затвердження Рекомендації щодо аналізу діяльності страховиків ”** від 17 березня 2005р. № 3755.
4. Филонюк А.Ф., Залетов А.Н. **Страховая индустрия Украины**. – К.: Международная агенция «БИЗОН», 2008. – 448 с.

**Рецензент: д. е. н., професор Павлов В. І.**

**УДК 336.763.33**

## **ОБЛІГАЦІЇ ВНУТРІШНІХ ДЕРЖАВНИХ ПОЗИК ЯК ОСНОВНИЙ ЕЛЕМЕНТ РИНКУ ДЕРЖАВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ**

О.В. ЗАЯЧКІВСЬКА  
М.О. ТРОФІМЧУК

У статті розглянуто особливості формування ринку державних цінних паперів в Україні та принципи його ефективного функціонування. Визначені заходи щодо зростання довіри до держави як надійного позичальника, що в результаті приведе до підвищення ліквідності ринку державних цінних паперів, зокрема облігацій внутрішньої державної позики

---

©Заячківська О.В. - ст. викладач Національного університету водного господарства і природокористування;

©Трофімчук М.О. - студент спеціальності «Фінанси», група Ф-22 Національного університету водного господарства та природокористування

The article considers peculiarities of Ukrainian of state securities market and its effective functioning principles. This measures concerning increasing trust to the state as a reliable borrower will draw to the increased liquidity of state securities market, especially bonds.

Ключові слова: облігації внутрішніх державних позик, ринок державних цінних паперів.

**Сьогодні на внутрішньому ринку державних цінних паперів** існує ряд проблем, які потребують першочергового вирішення. Серед них, зокрема, відсутність довгострокових фінансових інструментів (терміном погашення більше п'яти років), обмежена база інвесторів, відсутність сегментації ринку, нерозвиненість вторинного ринку державних цінних паперів та недостатня ліквідність державних цінних паперів. Політика уряду на ринку державних зобов'язань – частина фінансової політики країни. Ринок державних цінних паперів (далі – РДЦП) повинен функціонувати у гармонійному взаємозв'язку з усіма складниками фінансового ринку, відповідати стратегічним напрямкам фінансової політики.

**У наш час розробці** проблеми впливу державних цінних паперів на економічну систему приділяється багато уваги. Зокрема, це питання розглянуто в роботах таких зарубіжних вчених: М. Алексєєва, Б. Альохіна, М. Бейлі, Ю. Вавілова, М. Герсовіца, Дж. Ітона, М. Карлберга, Д. Коена, П. Кругмана, Я. Міркіна, В. Муратова, М. Обстфельда, Дж. Сакса, І. Трахтенберга та ін.

У вітчизняних економічних дослідженнях проблеми розвитку ринку державних запозичень те ж залишаються не без уваги. Ці проблеми розглядаються такими науковцями, як: О. Барановським, Т. Вахненком, О. Гаврилюком, Т. Ковальчуком, В. Козюком, В. Корнєєвим, Г. Кучером, І. Луніною, І. Лютим, О. Мозговим, А. Новосад та іншими [1].

Питання розвитку відносин, що виникають під час розміщення, обігу цінних паперів і провадження професійної діяльності на фондовому ринку, з метою забезпечення відкритості та ефективності функціонування фондового ринку відображаються і в нормативній літературі, так, наприклад: у Законі України “Про цінні папери та фондовий ринок” [2] та Законі України “Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні” [3].

**Незважаючи на те,** що хоча й існує нормативна література щодо РДЦП в умовах становлення фінансової системи України виникла проблема його ефективного функціонування та подальшого розвитку, яка передбачає зміни в системі організації РДЦП, проведення відкритої послідовної стратегії внутрішніми державними запозиченнями.

**Для вирішення даної проблеми** автор ставить перед собою наступні завдання:

- висвітлити особливості формування РДЦП в Україні;
- дослідити облігації внутрішньої державної позики (далі – ОВДП), як високоліквідного елемента РДЦП;
- визначити основні методи підвищення довіри до держави як високо надійного позичальника на ринку ОВДП в Україні.

**Становлення ринку цінних** паперів в Україні проходило з 1769-1913 рр., коли Україна була у складі Російської імперії, паралельно з будівництвом цивілізованих інститутів державної влади. Під час правління Катерини II в 1769 р. вперше з'явилися державні цінні папери у вигляді облігаційної зовнішньої позички Російської імперії, яка була розміщена на голландському ринку через посередника-банкiera, виходячи з 5 % річних строком на 10 років. Слід сказати, що в історії цінних паперів Російської імперії особливе місце зайняли державні цінні папери залізничних позичок, що представляли собою інструмент інвестиційної політики уряду.

Особливість державних цінних паперів радянського періоду полягає у тому, що на першому етапі Радянської влади (1917 – 1922 рр.) законодавче регулювання відносин у сфері фінансової політики цілком підкорялося цілям соціально-політичної боротьби і сприяло руйнуванню системи державного кредиту. Облігації державних позик розміщувались як серед населення, так і серед державних і кооперативних підприємств [4]. На другому етапі (1922 – 1927 рр.), у зв'язку з оголошенням нової економічної політики (далі – НЕП), довелося почати з відновлення держкредиту. Цей історичний етап поділяється на два періоди: період примусових держпозик і період держпозик вільного розміщення [5].

З 1927 р. Радянська держава почала регулярне розміщення облігацій із розстрочкою сплати. Випуск таких облігацій було припинено лише у 1958 р., а за 1974-1990 рр. держава ці облігації викупила [4].

З 1938 р. в СРСР випускалися в обіг також облігації державних внутрішніх виграшних позик, що вільно продавалися населенню за готівку та купувалися в установах Ощадного банку (раніше в ощадних касах) [4].

Таким чином у радянський період здійснювалися масштабні державні запозичення у формі цінних паперів з метою боротьби з інфляцією та відновлення народного господарства після громадянської війни, індустріалізації країни, ведення Великої Вітчизняної війни, відбудови і розвитку народного господарства після війни. Наголошується, що майже до 1957 р. державні запозичення у вигляді випуску цінних паперів у СРСР носили суто цільовий характер, а починаючи з 60-х років XX ст. радянські державні позики, посвідчені цінними паперами, втратили його. Основне їхнє призначення полягало у залученні до бюджету додаткових коштів за рахунок вільних грошових коштів населення [5].

Аналіз джерел радянського часу дозволяє зробити висновок про те, що починаючи з моменту своєї появи, державні цінні папери забезпечували стабільність кредитно-фінансової сфери і слугували надійним правовим засобом забезпечення інтересів всіх категорій інвесторів.

В Україні РДЦП реально почав формуватися лише у 1995 р. Перший аукціон (закритий) із розміщення ОВДП був проведений 10 березня 1995 р. У 1995 р. було здійснено три випуски ОВДП:

- при першому випуску – ОВДП випускалися на пред'явника загальним обсягом емісії один трильйон карбованців. Термін погашення державних облігацій – один рік, з щоквартальною виплатою доходу з розрахунку 140 % річних [6];

- при другому випуску – ОВДП випускалися загальним обсягом емісії двадцять п'ять трильйонів карбованців з виплатою доходу з розрахунку 90 % річних з термінами погашення 90, 180 та 270 днів [7];

- при третьому випуску – ОВДП випускалися загальним обсягом емісії п'ять трильйонів карбованців з розрахунку 90 %

річних з термінами погашення 91, 182 та 273 дні [8].

Упродовж 1995-1998 рр. РДЦП пережив бурхливе зростання і фактично став одним із найважливіших інструментів фінансового регулювання економіки.

Прикладом процесу розвитку ринку ОВДП є ситуація 1997 р. Початок 1997 р. на фондовому ринку України характеризувався досить високою дохідністю ОВДП (60–70 % річних). Стабільний курс національної валюти робив для нерезидентів дуже вигідними вкладення в державні цінні папери. У першому кварталі Мінфін зменшив дохідність ОВДП до 25–35 % річних, його позиції тоді здавалися досить міцними. Стабільність курсу гривні все ще давала змогу іноземним інвесторам зберігати прийнятну дохідність у твердій валюті. У цей період відбувається кардинальна перебудова у структурі власників ОВДП. Дуже низькі доходи за ОВДП змушують вітчизняні банки шукати інших інструментів для отримання доходу, оскільки вартість запозичених коштів для банків України набагато вища від вартості коштів іноземних інвесторів. Таким чином, питома вага іноземців у запозиченнях Мінфіну суттєво збільшувалася. У другому кварталі 1997 р. спостерігалось подальше зниження дохідності ОВДП – до 20–23 % річних. На цьому ринку остаточно почали домінувати нерезиденти. Такий висновок можна було легко зробити після 1 липня. Із цього дня прибуток за ОВДП на первинному ринку почав обкладатися 30 % податком. Це суттєво зменшило привабливість облігацій для вітчизняних інвесторів. На ринку ОВДП в третьому кварталі з'явилися перші симптоми кризової ситуації. Мінфін продовжував проводити політику зниження дохідності держоблігацій, яка досягла рекордно низького рівня за час існування ОВДП – 19–23 % річних. Наприкінці вересня розпочався відплив коштів нерезидентів із цього ринку. Очевидно, такий рівень дохідності уже не влаштовував інвесторів. Мінфін відразу зіткнувся з гострими проблемами щодо виплат за розміщеними раніше позиками. Ситуація змінилася тільки з 8 жовтня. Мінфін змушений був піти на поступки і підвищив ставку дохідності за ОВДП майже на 5 % пунктів. Необхідно зазначити, що цей крок емітента одразу покращив життя НБУ. Адже під час відпливу коштів нерезидентів НБУ довелося витрачати валютні резерви. Відразу після підвищення рівня дохідності ОВДП на валютній

біржі з'явилася пропозиція американського долара. Здавалося кризу вже подолали, але справжні неприємності були ще попереду. Їх причиною стала криза на світових фондових ринках, після якої іноземні інвестори почали масово виводити свої капітали з країн із перехідною економікою, в т.ч. і з України. Щоб протистояти цьому процесу, НБУ довелося вдатися до непопулярних жорстких адміністративних обмежень на валютному ринку, а Мінфіну підвищувати дохідність ОВДП більш як удвічі [8].

Криза 1997 р. призвала до дефолту 1998 р., який вкрай негативно позначився на РДЦП і призвів до втрати державними облігаціями їхньої регулювальної функції. Після дефолту Мінфіном та НБУ було проведено велику роботу з відродження та удосконалення механізму функціонування ринку державних облігацій. Водночас загальна проблема формування ефектнішого механізму функціонування РДЦП лишається й дотепер [10].

Головними принципами ефективно функціонуючого РДЦП є прозорість, передбачуваність та існування максимально конкурентних умов для інвесторів.

Слід також забезпечити відкритий доступ на первинний ринок максимальній кількості інвесторів та вчасне розповсюдження відповідної інформації щодо операцій з бюджетними коштами.

Особлива увага має приділятися діяльності первинних дилерів. До необхідних умов ефективного функціонування інституту первинних дилерів слід віднести додержання принципу ринкового регулювання на основі конкуренції, наявність диверсифікованої бази інвесторів, проведення розміщень облігацій внутрішніх державних позик регулярно протягом всього року (не менш ніж раз на тиждень), забезпечення викупу первинними дилерами всього обсягу облігацій внутрішньої державної позики на аукціонах з їх розміщення.

Велике значення для розвитку ефективного первинного РДЦП має доступ до диверсифікованої бази інвесторів. Широка база інвесторів із різними потребами щодо строків та ризиків створює можливість випуску державою ширшого набору фінансових інструментів за всією кривою дохідності.

Слід також зазначити, що розширенню бази інвесторів

мають сприяти зміни до Постанови Кабінету Міністрів України від 31.01.2001 р., № 80, якими запроваджуються нові фінансові інструменти РДЦП: довгострокові облігації (з терміном погашення понад п'ять років) з купонним періодом шість місяців і середньострокові з купонним періодом три або шість місяців.

Активний вторинний ринок стимулює ринкове ціноутворення, що має особливе значення для середньострокових і довгострокових державних цінних паперів, сприяє підвищенню ліквідності та ефективному управлінню ризиками, а також зміцнює первинний ринок [11].

Структура фінансових інструментів ринку ОВДП переважно склалася в результаті новації і проведенні якої, українські державні органи спиралися на свої можливості щодо погашення нових зобов'язань, а не на потреби учасників ринку. Отже, для визначення найкращої структури фінансових інструментів ринку ОВДП треба розглянути часові межі вкладень різних категорій інвесторів для яких такі державні облігації становлять значний інтерес.

Головною метою роботи кредитних організацій на ринку ОВДП можуть бути:

- формування інвестиційного портфелю;
- проведення спекулятивних операцій;
- підтримка власної ліквідності.

Проведення спекулятивних операцій і підтримка власної ліквідності, як правило, передбачає вкладення в державні облігації на короткий термін.

Відповідно до визначених інвестиційних меж різних категорій учасників ринку ОВДП варто забезпечити якнайкращий розподіл основних строків обігу державних облігацій, то повинен здійснюватися з огляду на необхідність зниження сегментації цього ринку.

На підставі визначених інвестиційних потреб учасників українського ринку пропонується надалі випускати державні облігації на ринку ОВДП із такими основними термінами обігу: 3 місяці, 6 місяців, 1 рік, 2 роки, 3 роки, 5 років і 10 років. Наявність найбільшої кількості основних строків обігу у межах 3 років викликана тим, що це – задовольняє інвестиційний попит більшості інвесторів ринку ОВДП, а

також дасть змогу здійснювати ефективне регулювання фінансової системи України. Також не слід забувати про необхідність емісії і довгострокових фінансових інструментів (на 5 і 10 років).

Випуск державних облігацій із запропонованими основними термінами обігу забезпечить відповідність інвестиційних потреб учасників ринку строкості наявних на ньому фінансових інструментів, а також дасть їм базові орієнтири процентних ставок на різні часові інтервали.

Існує кілька способів переходу від наявної до нової структури фінансових інструментів РДЦП, головними з яких, на нашу думку, є:

- проведення операцій обміну, відповідно до яких емітент пропонує обміняти облігації визначеного випуску на облігації нового випуску за встановленою ставкою;
- викуп наявних випусків облігацій і до розміщення цінних паперів нового випуску.

Зауважимо, що спосіб проведення визначають органи, які здійснюють регулювання залежно від їхніх цілей, наявної структури ринку і законодавчих обмежень щодо проведення тих чи інших операцій.

Розміщення значної кількості державних облігацій одного випуску за прийнятними цінами варто здійснювати траншами чи проводити регулярними дорозміщеннями на вторинному ринку. Відповідно, це приведе до розміщення меншої кількості нових випусків облігацій за рахунок додаткового розміщення цінних паперів наявних випусків.

Зазначимо також, що при здійсненні дорозміщення на вторинному ринку вартість запозичень для емітента також буде менша, ніж при розміщенні усього випуску на одному аукціоні з тих самих причин.

З метою підвищення довіри до держави як високо надійного позичальника на ринку ОВДП треба забезпечити прозорість діяльності держави стосовно випуску її цінних паперів, що є загальноприйнятою практикою для багатьох розвинених РДЦП. Прозорість держави щодо випуску її цінних паперів забезпечує передбачуваність емісій державних облігацій і містить у собі два основних аспекти:

- завчасне оголошення детального календаря емісій;
- побудову регулярних емісійних циклів.



Ці заходи дають змогу знизити для учасників рівень невизначеності щодо перспектив пропозиції державних облігацій на первинному і вторинному ринках, а також надають їм додаткові можливості стосовно якіснішого управління активами. За таких обставин більше інвесторів активно працюватиме на ринку, оскільки простіше буде сформулювати інвестиційну стратегію і сформувати оптимальний інвестиційний портфель [12].

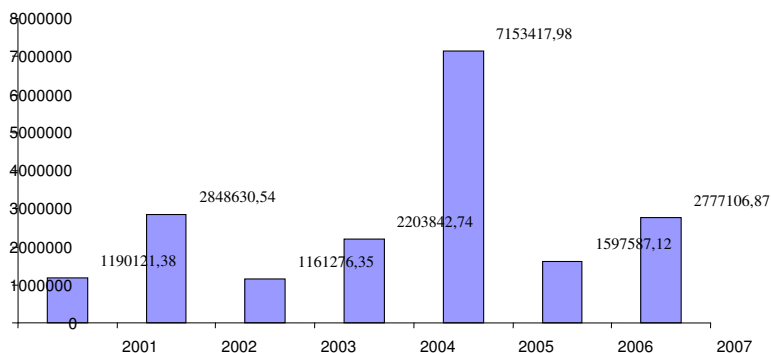
Перелік інформації про плановані випуски державних облігацій на ринку ОВДП, що розкривається, досить вузький. Мінфін України звичайно публікує дані за загальними планованими обсягами емісії ОВДП різних типів на відповідний рік. Однак докладніша інформація про передбачувані емісії цінних паперів (дати розміщення, плановані обсяги випусків, терміни обігу тощо) не поширюється. Отже, тепер не відбувається завчасного оголошення детального календаря емісій випусків ОВДП. Календар емісій на українському ринку ОВДП повинен формуватися відповідно до встановлених законодавством обмежень граничного обсягу державного внутрішнього боргу і програми державних внутрішніх запозичень. Визначення параметрів планованих випусків залежить від багатьох чинників, у тому числі й бюджетної політики, грошово-кредитної політики, потреби ринку в тих чи інших фінансових інструментах тощо.

Оголошення календаря емісій пропонується здійснювати щокварталу, причому варто зазначати такі параметри запланованих випусків: дата розміщення, форма емісії, тип облігацій, оголошений обсяг, термін обігу, спосіб отримання доходів. Саме ці дані дадуть учасникам ринку ОВДП можливість попередньо оцінити привабливість нових облігацій.

Привабливість облігацій внутрішніх державних позик можна забезпечити підвищуючи їх ліквідність, і як результат – отримання від їхнього розміщення коштів до держбюджету (рис.1).

Отже, ми бачимо, що хоча залучення коштів від розміщення ОВДП, до державного бюджету коливались, але найбільше грошових коштів було залучено до держбюджету в 2005 р.

Залучено коштів до  
держбюджету, тис. грн.



Рік

Рис. 1. **Кошти, залучені до держбюджету від розміщення облігацій внутрішніх державних позик за 2001 – 2007 рр., тис. грн.**

Необхідно відмітити, що у січні 2008 р. загальна сума коштів, залучена до Державного бюджету від розміщення ОВДП, становить 307 931 620 грн. Всього Законом України «Про Державний бюджет України на 2008 рік та про внесення змін до деяких законодавчих актів України» від розміщення ОВДП передбачається отримати 7 775 983 100 грн.

**Отже, для ефективного розвитку РДЦП необхідно** вдосконалити нормативно-правову базу та збільшувати випуск ОВДП, тому що кошти від їх залучення зростають і вони є високоліквідними. Також велика частка коштів від залучення ОВДП надходить до бюджету, а саме використовується для покриття дефіциту бюджету.

### **Бібліографія**

1. Рак Р.В. **Ринок державних цінних паперів у фінансовій системі України** // Автореферат дисертації на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук – Київ: Київський національний університет ім. Т.Г. Шевченко, 2006. – 20 с.

2. Закон України «**Про цінні папери і фондову біржу**», від 23.02.2006 року, № 3480-IV (із змінами і доповненнями).

3. Закон України „**Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні**” від 30.10.1996 року, № 448/96-ВР (із змінами і доповненнями).
4. Ходаківська В.П. **Ринок фінансових послуг**. Навчальний посібник. – Ірпінь: Академія ДПС України, 2001. – 501 с.
5. Харицький В.П. **Державні цінні папери як об’єкти цивільних прав** // Автореферат дисертації на здобуття наукового ступеня кандидата юридичних наук. – Харків, 2006. – 18 с.
6. Постанова КМУ «**Про випуск облігацій внутрішньої державної позики 1995 року**», від 23.08.1994 року, № 586.
7. Постанова КМУ «**Про другий випуск облігацій внутрішньої державної позики 1995 року**», від 10.06.1995 року, № 408.
8. Постанова КМУ «**Про третій випуск облігацій внутрішньої державної позики 1995 року**», від 11.12.1995 року, № 994.
9. Бібліотека Гринчука. **Роль Національного банку України на ринку цінних паперів**.
10. Охріменко О. **Ринок державних цінних паперів та монетарні показники фінансового ринку** // Фінанси України. – № 7. – 2005. – с. 114-118.
11. **Стратегія розвитку ринку державних цінних паперів** // Газета Цінні папери України. – № 38. – 2007.
12. Рак Р.В. **Ринок державних цінних паперів та його ліквідність** // Фінанси України. – № 9. – 2005. – с. 116-120.

**Рецензент к.е.н. професор Павліха Н.В.**

**УДК 334**

## **ФИНАНСИРОВАНИЕ ЖИЛЬЯ В РФ ЗА СЧЕТ ПРИВЛЕЧЕННЫХ СРЕДСТВ**

**А.Н. АСАУЛ**

Рассматривается, как влияют на права и интересы дольщика изменение размера объекта или назначения нежилых помещений, указанные в качестве оснований для одностороннего отказа от договора.

Examined, as a change of size of object or settings of nezhilykh

---

©А. Н. Асаул - д.э.н., профессор кафедры экономики строительства  
Санкт-Петербургского государственного архитектурно-  
строительного университета